

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 200442001

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

论我国保险公司资金入市与股票市场发展的
互动关系

The Interactive Relationship Between the Development of
Stock Market and the Investment of Insurance Fund

傅娟娟

指导教师姓名: 刘德煌 副教授

专业名称: 保 险 学

论文提交日期: 2007 年 3 月

论文答辩日期: 2007 年 5 月

学位授予日期: 2007 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2007 年 3 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

美国摩根士丹利的著名投资银行专家保罗 (Paul M.Theil) 曾经说过,“投资是保险行业的核心业务,没有投资等于是没有保险业。”近几年来我国保险业飞速发展,保险业的可用资金不断增加,面临着如此庞大的资金,保险公司的投资压力日益增大。于是,保监会出台了相关规定,允许在有效防范风险的前提下,保险公司以机构投资者的身份参与股票市场交易,拓宽保险资金运用渠道,增加市场投资机会,优化保险盈利模式。然而,股票市场与保险资金运用是相互作用的。一方面,股市无疑是一种能带来高收益的投资渠道,同时保险公司也为股票市场提供了重要资金来源,对股市产生强大的促进和带动作用;另一方面,“庄家操纵”、“价格异常波动”、“羊群效应”等等问题使中国股市具有很高的投机性和风险性,作为机构投资者的保险公司如果参与幕后交易操纵股市,不但会损害广大中小股民的利益,而且会违背保险资金入市的初衷,最终可能会影响到保险公司自身的生存经营。

目前我国对类似于保险公司这样的大型机构投资者与股票市场之间互动关系的相关研究仍属初步探讨阶段,本文通过分析国外保险资金股票投资的现状与模式,借鉴其成功经验,探讨我国保险资金进行股票投资的有效模式,并对如何促进保险公司资金入市与股票市场发展之间的良性互动提出了相应的解决建议。

本文的基本思路和结构安排是,第一章从保险资金的来源以及运用原则诠释了股票投资是保险公司自身发展的内在要求,同时保险资金入市对股票市场的发展有促进作用,两者存在着互动关系。第二章对保险资金股票投资的可行性以及保险资金入市后产生的风险进行分析。第三章分析了国外保险资金股票投资的现状与模式,借鉴其成功经验,结合我国各保险公司的规模经营状况,通过成本—收益的分析,找到现阶段适合我国保险资金进行股票投资的模式。最后结合前文的分析,第四章就现阶段为形成股票市场发展与保险公司资金入市的双赢局势提出了一些建议。

关键词: 股票市场; 保险资金 ; 互动关系

Abstract

Investment banker Paul M. Theil asserted that, investment is the core business of insurance, insurance can not survive without investment. Due to the high speed development of recent years, insurance in China has accumulated a huge amount of capital, which is now creating great pressure for investment on insurance industry. To reduce the pressure, Chinese government permits insurance companies to invest in stock market. Admittedly, insurance investor may have higher return in stock market; moreover, insurance fund could give powerful drive to stock market. However, for its risky nature and existing illegal transactions, such as “dealer manipulation”, “price movement” and “Heading behaviours”, insurance investor would have to face higher risk if invest in stock market; and as institution investor, insurance might also manipulate stock market by backstage deal, which could cause damage on small& middle shareholders.

Since so far in China we still lack of experience and relevant research about interactive relationship between stock market and large institutional investor like insurance company, in this paper I would like to illustrate my point for approaching a win-win solution for the insurance investment in stock market by analyzing investment structure of insurance fund in U.S.A, England, and Japan.

The structure of this paper will be, in the first chapter, from the source of insurance fund and the principles to exert this kind of capital I proved that multi-channel investment is essentially important to insurance fund; in the second chapter, I analyzed the risks of insurance investment in stock market; in the third chapter, I analyzed the investment model of insurance companies in U.S.A, England and Japan, then summarized important lessons we should learn and found out the model which fits the economic situation in China; at last, in the forth chapter, I illustrated my point for optimizing interactive relationship between investment of insurance fund and stock market.

Key words: Stock market; Insurance fund; Interactive relationship

目 录

绪 言	1
一、选题背景	1
二、研究意义	3
三、主要创新	4
四、文献综述	4
第一章 保险资金入市与股票市场发展存在互动关系	7
第一节 保险资金的来源以及运用原则	7
一、保险可运用资金的来源	7
二、保险资金运用的原则	9
第二节 进行股票投资是保险公司自身发展的内在要求	13
一、进行股票投资是保险公司负债经营的需要	13
二、股票市场是保险资金运用的重要领域	14
三、股票市场为保险投资结构的合理配置奠定基础	14
第三节 保险资金入市促进股票市场的发展	15
一、保险业为股票市场的发展提供了有力的资金支持	15
二、保险公司进入股票市场可促进股票市场结构的完善	16
三、保险资金入市促进股票市场产品的创新	16
第二章 保险资金入市的可行性分析及所产生的风险	18
第一节 保险资金入市的可行性分析	18
一、资金来源充足	18
二、股票市场不断完善	19
三、监管体系趋于成熟	19
第二节 保险资金入市所产生的风险	20
一、庄家操纵	20
二、价格异常波动	22
三、羊群效应	25
第三章 保险资金股票投资模式的分析	28
第一节 国外保险资金股票投资的模式	28
一、国外保险资金股票投资现状	28
二、国外保险资金股票投资的模式比较	30
三、国外保险资金股票投资的借鉴经验	30
第二节 我国保险资金股票投资模式的选择	32
一、两种投资模式的成本—收益分析	32
二、两种模式在我国的应用	33
第四章 促进保险资金入市与股票市场良性互动的政策建议	35
第一节 循序渐进提升保险公司资金入市比例	35

第二节 保险资金运用与股票市场有机融合的宏观策略.....	36
一、树立与时俱进的动态监管战略	36
二、因地制宜制定保险资金入市的实施方案	37
三、建立保险资金运用与股票市场融合风险防范的市场机制	38
第三节 保险资金运用与股票市场有机融合的微观策略.....	39
一、完善保险公司法人治理结构和治理机制	39
二、建立资金运用风险内控制度.....	40
结 论.....	43
参考文献.....	44
后 记.....	48

Contents

Introduction	1
0.1 Research background	1
0.2 Study significance	3
0.3 Major innovation	4
0.4 Research review	4
Chapter 1 Interactive relationship.....	7
1.1 Source and exerting principles of insurance fund	7
1.1.1 Source of insurance fund	7
1.1.2 Exerting principles of insurance fund	9
1.2 Stock market impels the investment of insurance fund	13
1.2.1 Necessity for the operation in insurance company	13
1.2.2 An importance way to the insurance investment	14
1.2.3 A firm base to the insurance structure.....	14
1.3 Investment of insurance fund drives stock market	15
1.3.1 A powerful support to stock market	15
1.3.2 Consummate the structure of stock market	16
1.3.3 Innovate the product of stock market	16
Chapter 2 Analyse of the risk and feasibility after the entry	18
2.1 Analyse of the feasibility	18
2.1.1 Abundant fund support	18
2.1.2 Consummation of stock market	19
2.1.3 Improving supervision system	19
2.2 Analyse of the risk	20
2.2.1 Dealer Manipulation	20
2.2.2 Price Movement	22
2.2.3 Heading behaviors	25
Chapter 3 Analyse of insurance investment model in stock market	28
3.1 Model analyse in foreign countries	28
3.1.1 Present Situation	28
3.1.2 Investment model comparison	30
3.1.3 Successful experience	30
3.2 Option of the investment model in China	32
3.2.1 Cost and income analyse between two models	32
3.2.2 Application of these models in China	33
Chapter 4 Advices for a win-win interactive relationship.....	35
4.1 Gradually raising investment rate of insurance fund in stock market.....	35
4.2 Macro-strategy	36

4.2.1	Dynamic supervision strategy	36
4.2.2	Project according to the situation	37
4.2.3	Market mechanism to melt risk	38
4.3	Micro-strategy	39
4.3.1	Improve the management mechanism in insurance company	39
4.3.2	Set up Inter-control system	40
Conclusion		43
Reference		44
Postscript		48

绪 言

一、选题背景

近年来,随着中国保险业的迅速发展和保险业总资产的快速增长,保险资金运用已成为保险公司生存和发展的关键性因素。截止 2001 年底,全国保险业总资产 4591 亿元,2002 年 9 月全国保险业总资产已急剧上升到 5978 亿元,净增约 1400 亿元,保险业用于投资的资金同比增长 67.8%,到 2007 年 1 月,保险业总资产达到了 2.09 万亿元。¹ 随着寿险公司每年续期保费的大量增加,保险业总资产还将继续增长,保险资金的规模将继续扩大,保险公司的投资压力可想而知。我国 2002 年修订的《保险法》第 105 条规定:“保险公司的资金运用,限于银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式。”该条第三款还规定:“保险公司的资金不得用于设立证券经营结构,不得用于设立保险业以外的企业。”尽管相比 1995 年的《保险法》,新保险法对保险资金的运用渠道有所放宽,但仍存在很大的局限性,使保险公司不能有效地管理和分散风险,只能被动地回避风险,其结果是形成严重的风险累积循环效应。2002 年前我国在保险资金运用方面的限制较多,导致资金运用渠道狭窄,保险领域仍只是集中在银行存款和债券等收益偏低而且依赖性较强的利率产品上。随着新一轮经济周期的启动,如果继续忽视保险资金运用的收益性,不但会坐失分享经济高速增长成果的良机,而且保险资金自身的保值也成问题。因此,国内保险公司要求拓宽保险资金运用渠道的呼声日益高涨,股票市场作为一种收益回报率很高的投资渠道,受到了保险公司的青睐。

2004 年 6 月出版的《中国保险业发展改革报告》²认为,保险资金直接进入股票市场的时机和条件基本成熟。保险资金直接入市的时间,取决于研究分析、认识判断风险及风险控制的各方面技术基础能否到位。此时,保险资金直接入市有了更加清晰的眉目。

2005 年 2 月,中国保监会、银监会和证监会联合发布了《关于保险机构投资者股票投资交易有关问题的通知》,³以及该《通知》的附件——《保险机构投资者股票投资登记结算业务指南》,这是保险资金直接投资股票市场政策的实施配套

¹中国保险监督管理委员会网站 <http://www.circ.gov.cn/>,《保险业经营数据》,2007 年 1 月

²吴定富:《中国保险业发展改革报告(1979~2003)》,北京:中国经济出版社,2004 年

³保监会,证监会:《关于保险机构投资者股票投资交易有关问题的通知》,2005 年

文件。这些文件明确了保险公司作为机构投资者在进行股票投资时的证券登记、账户管理、托管、结算等业务，标志着保险资金直接投资股票市场的操作技术问题已得到解决，保险资金直接投资股票市场进入实质性操作阶段。

2006年6月国务院颁布了《国务院关于保险业改革发展的若干意见》（国十条）。《意见》明确指出，深化保险资金运用体制改革，推进保险资金专业化、规范化、市场化运作，提高保险资金运用水平。在风险可控的前提下，鼓励保险资金直接或间接投资资本市场，逐步提高投资比例，稳步扩大保险资金投资资产证券化产品的规模和品种，不断拓宽保险资金运用的渠道和范围。

这些法律条文的颁发逐步为保险资金的入市消除了障碍，使得保险公司继基金公司、合格境外机构投资者之后，成为股市中又一机构投资者的生力军。这不仅有利于保险公司扩大资金运作空间，分散投资风险，也有利于改善股票市场的投资者结构。机构投资者的壮大，能较好地避免市场大起大落，有利于股市的稳定长远发展。¹

然而保险资金入市并非“一市就灵”的，在看到股票市场高投资回报率的同时更应该看到它所伴随的高风险，一国的保险资金进入股票市场的政策和股票市场的发展状况以及系统风险有很大的关系。理论上，合理的市盈率应小于13倍，但现实中，中国的股票市场的市盈率高达30倍以上，远远高于国际上证券市场的水平，股价被严重高估，作为机构投资者无法获得正常的收益率。信托基金、证券公司以及保险公司等机构投资者为了达到向投资者所承诺的回报率，只能通过其他途径来保证高收益率。于是便存在大量的机构操纵、内幕交易以及关联交易，再加上整个社会信托责任缺失、媒体机构和中介机构不能及时真实地披露上市公司的有关信息、没有有力的法制监管等原因，造成了股票市场的泡沫。

中国股市1999年~2003年的股息率分别是0.78%、0.64%、0.69%、0.77%、1.08%，平均股息率远远低于同期银行存款利率，而1990年~2003年世界主要证券市场上市公司的平均股息率为2.9%，上市公司通过股份回购形式回报股东的收益率是1%。两者相比，国内股市的投资回报率仅是世界主要证券市场的三分之一。²在2001年6月到2004年9月这三年多的时间里，中国内地股市流通市值缩水7101亿元，再加上投资者为上市公司融资所付出的2726亿元，为国家上缴

¹ 中光村证券：《保险公司入市实质性利好》，<http://business.sohu.com/>，2004-10-26

² 谢茂拾：《不要对中国股市寄予太大期望》，<http://blog.people.com.cn/>，2006-11-27

的印花税 478 亿元，支付交易佣金等其他种类的成本约 500 亿元，除去上市公司现金分红 391 亿元，投资者的净损失约为 10400 亿元。¹

投资者的巨量亏损到哪里去了？研究表明，这些资金基本上流向了上市公司、证券中介机构以及庄家的口袋。20 世纪 80 年代以来，以养老基金、保险基金、投资基金为代表的各类外部机构投资者持有的上市公司股票比重迅速增大，导致了机构投资者的投资策略从“保持距离”向“控制导向”的转变，极大地影响了上市公司的治理结构。它们凭借控制权直接参与公司决策并监督、制约经理阶层的经营行为，在某种程度上缓解了由于股权的分散化而导致的“内部人控制”，同时也在一定程度上提高了被投资的上市公司的经营业绩和机构投资者自身的收益。保险资金入市的原意在于拓展本身的投资渠道，同时为股票市场提供长期资金的供给，促进股市的完善和发展进而能够在提高保险资金投资回报率的同时保证其安全性，形成积极的互动效应。但作为机构投资者的保险公司如果参与股市“圈钱”，进行低成本地从股市掠夺社会财富的短期行为，则会形成股票市场的恶性循环，导致其他中小投资者信心崩溃，扰乱股票市场的正常秩序，最终也可能会危及到保险公司，特别是上市保险公司自身的经营。

二、研究意义

本文研究的意义是通过可行性及风险分析来探讨我国保险资金股票投资的模式选择，并试图从宏微观的政策出发来进一步优化我国股票市场的投资者结构和资金来源结构，培育大型的理性机构投资者，有效地提高保险资金的投资收益，增强保险公司的赢利能力，最终形成保险资金成功入市与股票市场良性发展的双赢局面。

首先，能否加大保险资金运用与股票市场的互动发展力度，直接关系到能否继续保持保险业目前的发展速度，直接关系到我国民族保险产业在保险市场全面对外开放后的兴衰存亡，直接关系到我国民族保险产业能否提升国际竞争能力。

其次，保险公司在加大对股票市场的资金投资力度后，为了保证自身投资的安全和获取一定的投资收益，必然通过持有人地位和股东地位，增加对上市公司的话语权、监督权和否决权，从而逐渐改善上市公司的法人治理结构。

最后，研究保险资金入市与股票市场两者之间的互动关系有利于优化我国的

¹ 易宪容：《如何破解证券监管职能错置》，<http://ifb.cass.cn/>，2004-12-14

金融资源配置，真正建立起适应市场经济发展的金融体系，有效防范可能出现的金融风险，提高金融资本的运行效率。只有推进保险资金运用与股票市场的互动发展，提高各项保险品种的投资回报，才能将潜在的保险需要转化为现实的保费收入，将保险收入转化为推进我国经济发展的长期资本，最终确立保险产业在我国金融产业中的支柱地位，有效完善我国的金融体系和投融资体系。

所以保险资金运用必须和整个股票市场之间形成良性互动的关系，保险业发展需要健康的股票市场，股票市场的发展需要保险资金的积极参与。加快这两个领域的改革和发展，促进两者之间的良性互动，是保障我国金融体系健康发展的基本前提之一，也是我国金融体系亟待解决的一个前沿课题。

三、主要创新

笔者从保险资金的来源以及保险资金运用的原则出发，阐述了保险资金入市与股票市场的发展存在着互动关系：保险资金入市影响股票市场的稳定与发展，股票市场的效率影响着保险投资的效果。在比较国外保险投资发展现状以及模式后，总结其成功经验，根据我国现实投资环境，找出适合我国保险资金股票投资的模式。因此，在研究过程中本文主要立足于保险资金入市与我国股票市场发展的现状，从保险资金投资于股票市场的必要性、可行性及风险进行分析，探讨实现保险资金入市与股票市场良性互动的对策。在研究过程中有以下几点创新：

（一）重视近年来我国股票市场发展的新形势，把保险投资的作用与促进股票市场发展相结合，并从保险资金的来源以及运用原则的角度出发阐述了保险资金运用与股票市场相互影响。

（二）比较国外保险资金股票投资的现状及模式，从已有研究成果中找出共性与差异，借鉴其经验，分析能促进我国保险资金运用与股票市场良性发展的投资模式。

（三）从宏微观的不同角度来提出了实现保险公司入市与股票市场良性互动的策略。

四、文献综述

随着保险业的快速发展，保险投资问题受到了广大学者的关注，对保险投资问题的研究和论证正在逐步深入。Alan Gart 和 David (1983, 1994)的研究表明，随

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库